

## <研究ノート>途上国における金融抑圧と自由化

著者	辻 信二
著者別名	Tsuji Shinji
雑誌名	経営論集
巻	42
ページ	221-237
発行年	1996-02-28
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1060/00005684/">http://id.nii.ac.jp/1060/00005684/</a>

(研究ノート)

## 途上国における金融抑圧と自由化

辻 信 二

1. まえがき
2. 「金融抑圧」から自由化へ
3. 金融改革の評価
4. 自由化と国際化
5. 若干の疑問と問題点
6. あとがき

### 1. まえがき

アメリカや日本など先進国の金融自由化はすでに終了したが、発展途上国における金融改革は、ラテン・アメリカでも東アジアでも、様々な試行錯誤を経ながら今なお進行中である。それが途上国の経済発展にどのような係わりをもったか。言い換えれば金融に対する政府の介入やその自由化は、経済発展を促進したか制約したか、という素朴な疑問が本稿の問題意識である。

そもそも、一国の経済発展にとって死活的に重要なのは「投資」であり、かつその裏付けとしての「貯蓄」である。そこで金融の果すべき役割は、①貯蓄を増強してこれを金融市場に動員すること、および②それを効率的に投資に振向けること、にある。この貯蓄の動員と資金の効率的配分に役立ったか否かによって、経済発展に対する金融の貢献度を測ることができると考えられている。

ところが昨今の先進国では、貯蓄や投資に貢献することは金融の主たる関心事ではなくなり、金融はもっぱら利殖や消費を対象としているのが実状である。そこでの問題は銀行の不良資産であったりディリバティブのリスク管理であったりして、実体経済に奉仕することが金融の使命であると考えられる者にとって、興をそがれること甚だしい。それに比べると途上国においては、金融と実体経済の結びつきはより直接的であり、したがってその本来の役割にふさわしい話題を提供してくれるように思われる。途上国の金融に関心を持つのはそのためである。

もっとも、筆者は途上国の開発理論や各国の経済実態についての専門知識に乏しく、したがって本稿の内容も、一部を除いて末尾に掲げた参考文献からの借用にすぎない。綿密なフィールド・ワークに依拠した分析は（機会があれば）今後の課題としたい。

## 2. 「金融抑圧」から自由化へ

### (1) 自由化論の主張

1950年代から60年代にかけて、発展途上国の政府は、経済発展を促進するため金融システムに積極的に介入した。その目的は、特定の戦略的産業または企業に対して、低金利で優先的に必要資金を割当てることにあった。すなわち「金利規制」と「信用割当」である。具体的には国により様々であったが、次の点で共通していたと言ってよい。

- ① 政府金融機関を通じて、または一般金融機関に指示して、優先分野に低金利融資を行う。
- ② その他の貸出に対しても金利に上限を設け、低めに抑制する（そのため金利によって資金需給は調節されず、たえず超過需要が生じるから信用割当が行われる）。
- ③ 貸出金利を低めにすれば、銀行に利鞘を保証するために預金金利にも上限規制が必要になる。
- ④ 効果的な政府の介入のために、競争を制限し、銀行業務への新規参入やノンバンク金融機関の設立・金融商品の導入等は厳しく規制された。

程度の差はあれ、戦後日本の金融における規制システムと同様の介入が行われていたと考えればよい。

しかし70年代に入ると、こうした政府の介入政策に批判が生じ、金融をできるだけ市場に委ねるよう自由化すべきであるとの主張が有力になってきた。政府の介入は、①貯蓄を動員し、②これを効率的に配分するという、上述のような金融仲介機能にとって有害であるとの意見である。こうした新しい見解は、1973年に R. I. McKinnon と E. S. Shaw の二人がそれぞれ独立の書物で主張したことから、マッキノン＝ショウ仮説とよばれることが多い。いまそれを、マッキノンの著作(文献1.)によって、やや乱暴に簡単化してみれば、次のように言うことができる。

政府の介入は、その恩典に浴する一部の国営大企業や外資系企業にはメリットをもたらすが、地方の小規模企業や農業部門では、有利な投資機会が豊富に存在するにもかかわらず、それを生かすことができない。なぜなら、低金利政策にインフレーションが加わって、これら途上国の「実質金利」はきわめて低く、しばしばマイナスとなる。そのため、①人々は金融資産の保有を好まず、投資の懐妊期間を賄うための手元資金が不足して、十分な投資ができない（その意味で実物資産と金融資産の蓄積は、代替的でなく補完的である）。②また、せっかく貯蓄された資金も金融資産に投下されず、現金・実物資産・未組織金融市場（インフォーマル・マーケット）・生産性の低い旧来の生産設備・場合によっては海外への資本逃避などに向かってしまうため、「組織」金融市場が発達せず、金融機関は原資に制約されて十分に融資を拡大できない。

要するに実質金利がゼロもしくはマイナスであることによって、「貯蓄の動員」という金融仲介の第1の役割を果たしていないところに、政府の介入のデメリットがある。金利を自由化し実質金利

を高めれば、貯蓄が組織金融市場へ動員され、金融市場の拡大に伴って、投資に必要な融資が活発化するはずだということになる。

では金融の第2の役割である「効率的配分」はどうか。③仮に貯蓄が金融市場に動員されても、貸出金利が低く規制されていると、小規模企業や農業部門への貸出のリスクをカバーできないため、金融機関は融資を好まず、安全な国営大企業や外資系企業を優遇する。その結果、せっかくの投資機会をもつ小規模企業や農村部門の投資が現実化しない。④資金需給が金利によって調節されず信用割当が行われると、政府による割当はしばしば効率を欠く（政府の失敗）。⑤一方、金融市場の規模が拡大しないため金融機関がその本来の役割である審査機能（情報生産機能）に習熟せず、資金配分を誤りがちであるという面も否定できない。金利を自由化し信用割当を撤廃して資金の配分を市場に委ねれば、最も生産性の高い分野に資金が投入され、経済発展に資することになる。

これを、世界銀行スタッフほかの論文(文献2. 第4章)によってもう一度要約すれば、マッキノン/ショウ理論は次の三つの構成要素から成っている。①預金の低金利は総貯蓄を阻害する(discourage)。②仮に貯蓄の総量に影響しないとしても、その構成に影響する。とくに貸手が銀行預金より非生産的な資産(商品在庫、金その他)を選好することによって、貸付資金(loanable funds)の供給が制限され、投資にマイナスの効果をもたらす。③金利の上限が規制されると、銀行はリスク・プレミアムを課すことができないので、収益率はよいがリスクのある投資プロジェクトに融資しなくなる。総じて、金融に政府が介入すると資金が経済原則に沿って配分されないため、規制が撤廃された場合に比べて低成長をもたらす。

このように金利や資金配分に対する政府の介入は、金融の本来の役割を妨げる。マッキノンはこれを「金融抑圧(financial repression)」と呼んだ。金融抑圧が途上国の経済発展を妨害してきたと主張するわけである。

こうした議論は学者レベルにおいてばかりでなく、国際機関すなわちIMFや世界銀行でも同様であった。そのため途上国における金融自由化を求める声が高まり、IMF/世銀型の金融改革が、多くの途上国の緊急課題となった。

## (2) 金融改革の実際

その時期やテンポは国によって様々であったが、早いところでは70年代後半から、遅い国でも90年代前半にかけて、ほとんどの途上国で金融自由化を中心とする金融改革が行われてきた。その内容は、①金利自由化 ②信用割当の撤廃 ③新規参入による競争の促進、が三本の柱であり、国によっては国営金融機関の民営化がこれに加わる。

もちろん、すべてが順調に進んだわけではない。経済環境の逆風に災いされて、挫折したり中断



したりする場合もあった。以下、若干の国々についてその経緯を略記してみよう。

早くスタートしたのはチリである。70年代半ばから、経済自由化政策の一環として金融の自由化が行われた。金利を一気に自由化し（1975）、それまで国家管理下にあった銀行を民営化し（1978）、外国銀行やノンバンク金融機関の新設を許可し、銀行の対外資本取引も自由化した（1980）。ところがその結果、80年代初頭、後述のように金融機関に不良資産が増加し、1980年代初めの債務危機を契機に、金融機関の経営破綻が続発。そのため83年には銀行を再び政府の管理下に置き、金融自由化政策は挫折した。アルゼンチンでも、70年代半ばに始まった金融自由化は、同様の経路をたどって中断を余儀なくされた。

これらの体験は、金融自由化に対する途上国政府の期待を裏切り、自由化への警戒心を強めることとなった。もっとも、両国とも経済状態が改善されるに伴って、チリでは87年には預金金利の指導を廃止するなど自由化が進捗し、アルゼンチンもその後金利規制や業務規制の緩和を進めてきたが。

チリやアルゼンチンの自由化が一挙に行われたのに対して、時間をかけて段階的に自由化を進めた国もある。たとえばマレーシアでは、1970年代初めから金利の自由化が始まり、1978年には一たん預金金利・貸出金利が全面的に自由化されたが、80年代に入ると再び当局の規制が加えられ、（一部の優先貸出金利を除いて）金利規制が撤廃されたのは、1991年になってからであった。

台湾でも、金融自由化は1976年金利自由のマネーマーケット創設に始まったが、以後プライム・レート制度の導入（1985）、預金・貸出金利上限規制の撤廃（1989）、民間銀行（15行）の新設許可（1991）と、時間をかけて段階的に進んできた。

その中間がインドネシアで、1983年6月の第1次金融自由化政策において、①銀行の預金貸出に対する金利規制の完全撤廃、②貸出枠規制撤廃、③中央銀行の優遇貸出制度の削減を行い、次いで5年後の1988年10月の第2次金融自由化政策では、外国銀行を含む銀行の新設及び支店設置を自由化し、金融市場における競争原理の導入が図られた。インドネシアは「世銀型の金融自由化政策を最も忠実に実行した国のひとつ」と言われている。

また少し遅れてタイでは、預金金利の上限規制の撤廃が、89年（1年超定期預金）、90年（1年以内定期預金）、92年（貯蓄預金）と逐次実施され、引き続き93～95年の第2次計画が進行中である。

一方メキシコでも、1988年以降、相次いで金融改革が実施された。すなわち89年には銀行の預金・貸出金利が完全自由化され、また公共部門への融資義務撤廃などにより銀行の資金運用の自由度が高まった。90年になると外国資本による参入に門戸が開かれ、93年には外国資本が100%出資の現地金融法人をもつことが認められた。

これら諸国に比べると、韓国の金融自由化はむしろ遅れていた。80年代の初めから支店設置規制の緩和や銀行の民営化（1983）などが行われたとはいえ、本格的な金融自由化が始まったのは1991

年8月に金利自由化推進計画が作成された以後である。しかもそのテンポは緩やかで、91年11月に第1段階の自由化措置、93年11月に第2段階の自由化措置が行われて、貸出金利（除く政策金融）と長期（2年以上）の預金金利および債券発行金利が自由化されたが、銀行間の暗黙の協定が容認されていて期待ほどの成果を挙げていないと見られる。引続き94～96年中に第3段階の措置が実施中で、金利自由化が完成するのは、要求払い預金金利の自由化が予定されている1997年以降のことになる。また政策金融の比重が今なお全金融機関貸出の56%を占めており（92年末現在）、その段階的縮小もこれからの課題である。

このように時間がかかっているが、ただ韓国の場合、従来シェアの大きかったインフォーマル市場から資金を吸収することを目的として各種のノンバンク金融機関が設立を認められ、銀行に比べて政府の介入の少ないこれら金融機関のウェイトが増大しているので、実質的な自由化はもう少し進んでいると言えるのかもしれない。

その他、トルコ、ニュージーランド、フィリピンなどの各国でも、金融改革が実行に移されてきた。

こうして80年代に途上国における金融自由化の要請が一段と高まったのは、それによって「国内貯蓄」を増強することが急務となったからにほかならない。およそ国内貯蓄が国内投資に及ばず、ISバランスが投資超過となれば、その不足分は外国資本の導入によって賄われなければならない。いわば海外貯蓄に依存して経済発展が可能になる。70年代には、オイル・マネーのリサイクルを中心に外国資本の導入が順調に進んだから、それによって国内貯蓄の不足分をカバーすることができた。ところが、そのために途上国（とくにラテンアメリカ諸国）の対外債務が累積し、折からの世界的な金利高騰によって、80年代初頭にメキシコを初めとして債務危機が発生すると、外国資本の流入が途絶し、海外貯蓄への依存は期待できなくなって、国内貯蓄の増強が不可欠となったのである。金融自由化は国内貯蓄に依存した経済発展を可能にするための条件であった。またメキシコやインドネシアなど産油国にとっては、80年代初頭の原油価格の下落が経常収支の悪化をもたらし、国内貯蓄の重要性を高めたことも忘れてはならない。

これら金融改革の成果を評価するにはまだ日が浅く、諸論文の見解も様々に岐れているが、若干の参考文献を手懸かりに考えてみよう。

### 3. 金融改革の評価

#### (1) 貯蓄の動員

金融自由化論者によれば、自由化メリットは、①貯蓄の動員と②資金の効率的配分を促進するところにあった。このうち第1の、組織金融市場への貯蓄の動員については、その結果は金融資産の蓄積となって現れるはずである。したがって、貯蓄の動員の成果は金融資産の蓄積の程度によって

測ることができる。

その尺度として用いられるのは、貨幣的金融資産もしくは金融負債の国内総生産（GDP）に対する比率である。それは次の三つのうちどれでもよい。すなわち、

- ①  $M2 / GDP$ 、
- ②  $M2$ から $M1$ を差引いた準通貨（quasi-money）／GDP、
- ③ 民間負債総額（credit）／GDP、

これらの比率が高くなることは、実体経済の伸びを上回るスピードで金融資産・負債が拡大することを意味する。それをマッキノン「金融深化（financial deepening）」と名付けた。金融深化の程度は、国内貯蓄の動員、したがって金融の経済への貢献の度合を示すものと考えることができる。

この金融深化＝貯蓄の動員という点で、途上国の金融改革は成果を挙げつつあると見てよいようである。

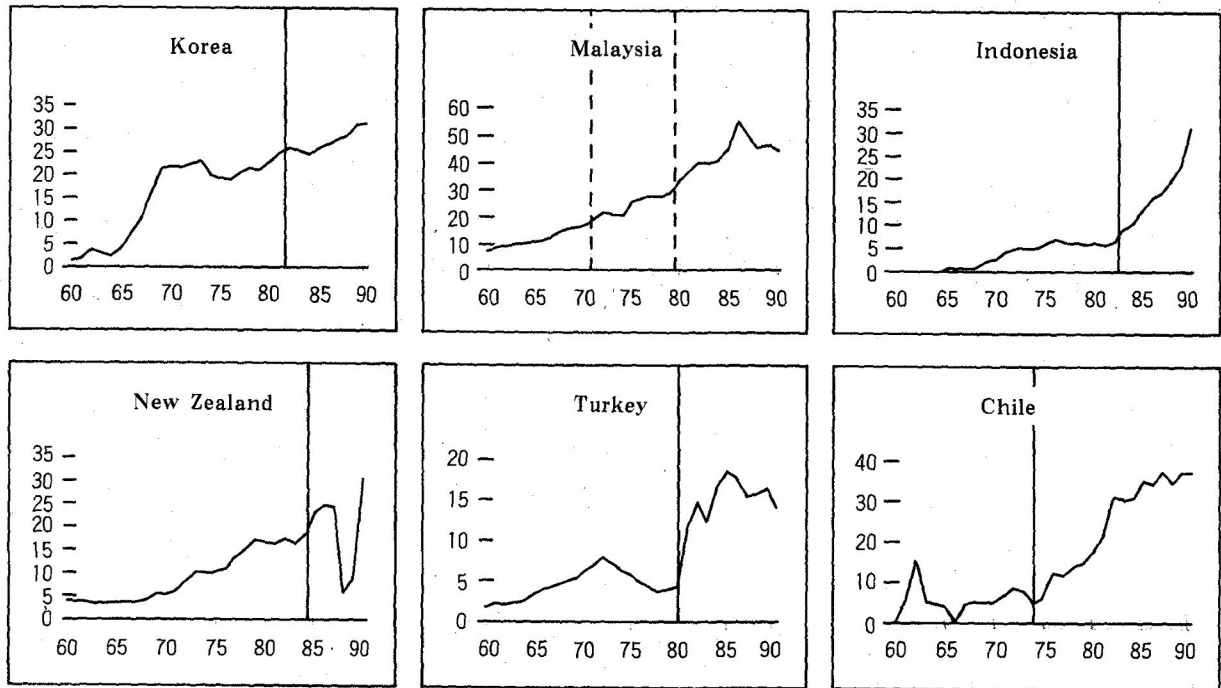
たとえばインドネシアについて、小松正昭氏によれば（文献7. 第1章）、第1次金融自由化政策（1983）によって「実質預金金利はマイナスからプラスに転換し、この結果、銀行部門の定期預金は急激に増加し」、金融発展度を示す一般的指標である $M2 / GDP$ 比率は、急速に上昇した（1982年17.7%→1992年46.4%）。その限りで「第1次金融自由化政策が実行されてからの10年間に、インドネシアはアジアのなかで金融発展の最も遅れた国のひとつから、最も金融発展の進んだ国へと変化したのである」と評価している。

このようなストックとしての金融資産の増加は、フローとしての貯蓄の増強を反映していると考えてよいであろう。同じくインドネシアについて『日本銀行月報』（文献12.）は、実質預金金利がプラスに転じ、また第2次金融自由化政策（1988）以来、新規参入や店舗設置の規制緩和によって銀行店舗数が3倍に急増したことなどで、貯蓄性向が趨勢的に増加していることを指摘し、さらにタイでも「今後は同様の効果が期待できる」と述べている。

またラテン・アメリカについて、棟近みどり助教授は（文献7. 第5章）、メキシコの金融自由化がスタートした1988年以降、実質金利がプラスとなって、金融深化（ $M2 / GDP$ ）と金融仲介比率（国内信用／GDP）のいずれもが上昇に転じていることを検証している。

さらに、これらを総括したものとして世銀スタッフの分析を見ると（文献2. 第5章）、調査対象6カ国の各国別データは、図表2-1の通りで、金融改革開始以降、準通貨／GDPで示される金融深化が（ニュージーランドを除き）顕著に進んだことを立証している。これは①実質金利の高まりに加え、③規制緩和による銀行店舗数の増加や金融商品のメニューの多様化が与かって力あったものと思われる。同様に、同じ国々について、国内貯蓄もまた増大していることを図表2-2から見てとることができる。

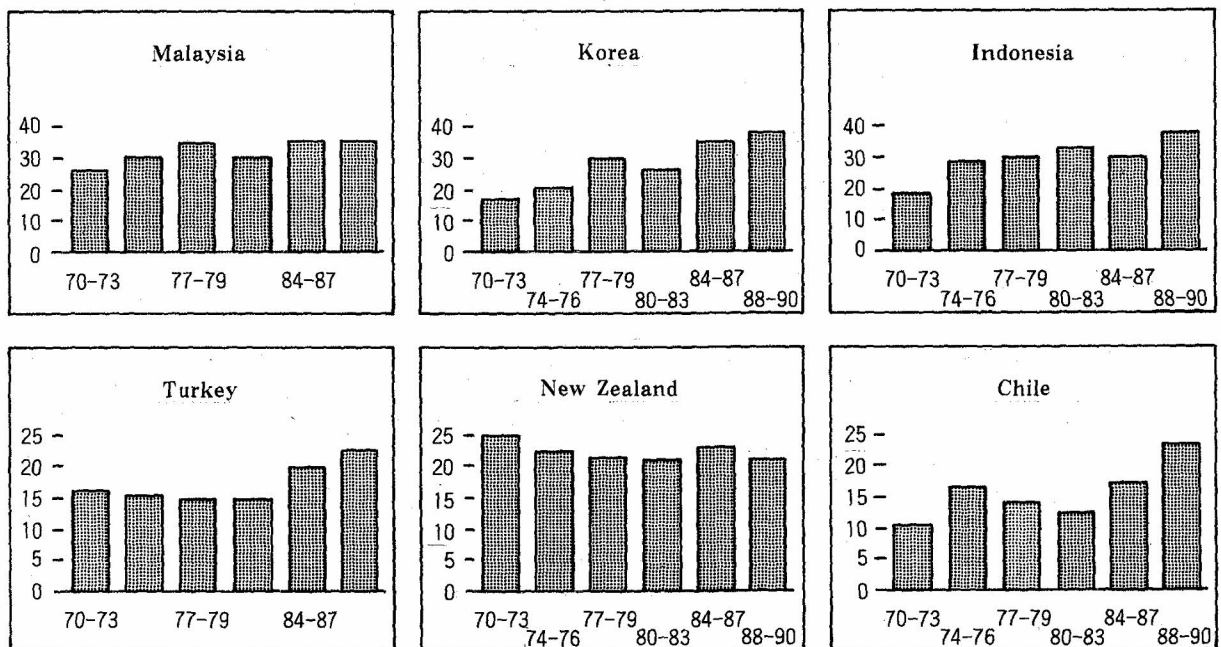
図表 2-1 準通貨/GDP、1960-90



(注) 準通貨=M2-M1、垂直線は金融改革のスタートを表す。

出所：文献2．第5章。

図表 2-2 総国内貯蓄 (GDP比)



出所：図表 2-1 に同じ。

もっとも、実質金利の上昇が組織金融市場への貯蓄の動員に成功したことは確かだとしても、自由化以前に、実質金利が低く、しばしばマイナスであった原因を、金融抑圧にのみ帰することは早計であろう。実質金利とは、名目金利－予想インフレ率である。実質金利のマイナス化をもたらしたのは、規制による名目金利の低さよりもむしろインフレーションであったと考えるのが至当と思われる。ラテン・アメリカ諸国の金融深化の度合が、これらの国々が激しいインフレーションに悩んだ80年代前半まで総じて低位に止まっていたことは、それを証明している。

そのインフレーションの原因は言うまでもなく財政赤字であった。国内貯蓄が貧困で財政赤字をファイナンスできず、その過半を中央銀行借入に頼ったから、通貨増発→インフレーションを招いたのである。したがって財政健全化こそが実質金利の上昇を通じて金融深化をもたらす最善の方策であったはずである。金利の自由化が名目金利の上昇を通じて実質金利を高めたのは事実だが、同時に様々な構造調整策によってインフレーションの鎮静に努めたことが、実質金利の上昇に貢献した事実を忘れてはならない。「政府が行う金融規制がすべて金融抑圧となるのではない。……規制が高いインフレ率と組み合わせられたとき、金融規制は金融抑圧といわれる状況をもたらす」（棟近、前出）との指摘のとおりである。

## （2）資金の配分

金融自由化論にとって、貯蓄の動員と並ぶもう一つの自由化のメリットは資金の効率的配分であった。しかし、その成果を実証的に確認することは難しい。

資金配分への政府の介入には様々な手段がある。すなわち、①銀行に貸出割当を課す、②特定の銀行貸出を政策当局がリファイナンスする、③特定部門への貸出金利を優遇する、④信用保証を与える、⑤国営金融機関を通じて貸出す、などであるが、要は特定の優遇すべき分野の資金調達に、低金利とアベイラビリティを保証するものであった。したがって、優遇部門とそれ以外の非優遇部門との間に、金利と借入可能性の両面で差別が生じる。

その結果、①優遇分野では、低コストで容易に借入ができるため、収益率を高める努力をせずに生産性の低い投資を選択しがちである。その資金を他に貸付けて利益を得ようとするかもしれない。②一方、非優遇分野では、借入可能性を制限され、あるいは高利の借入に依存を余儀なくされて、生産性の高い投資を実行する機会を失う。③また割当貸出の下では、銀行が融資の内容や採算についてよりよい選択をするというインセンティブが働かないだろう（かつて政府の開発金融機関に多額の不良債権が発生したのはそのためである）。もし政府の介入がなく、銀行が自己の判断によって、自由な貸出金利の下で貸出を実行すれば、より収益率の高いしたがって生産性の高い分野に投資が行われて、経済成長を促進したはずだと考えられる。

しかし、そうは言っても銀行の自由な判断がつねに政府の決定より正しいとは限らない。金利が上昇すれば、銀行の融資対象として、よりリスクの大きい投機的な案件が選択され、健全な投資のために資金が回らないこともあり得る（自由化後の各国で、不動産融資が活発化し、それが不良債権となって金融危機を招いたのはそのためである）。それはかえって経済発展にマイナスである。

したがって、自由化政策の積極的な推進者である世界銀行も「貸出割当が資源配分に与える影響を、正確にとらえることは不可能である」としている。「個別の部門によっては、割当貸出から利益を得てきたであろうが、成長に対する全般的な効果は、計測することが困難である。成長の早い国も成長の遅い国も、同様に広範に貸出割当を行ってきた。重要なことは、貸出割当によって貸付を受けた人々が、貸付を拒否された人々が利用したであろうよりも、資源を生産的に利用したか否かということである（が）、これを確かめることはまず不可能」（文献4. 第4章）だからである。

しかし、次のように考えることもできる。金融深化すなわち組織的金融市場での金融仲介が高まることによって、資金配分が効率的になり、生産性の高い投資が促進されると仮定すれば、結果として経済成長が高まるはずである。やや間接的ながらそういう因果関係を想定すれば、金融深化の程度と経済成長の関連を調べることによって、投資配分の効率性を検証することができるはずである。

そうした関係を前提とした世銀スタッフの分析(文献2. 第2章)は、金融深化すなわち組織的金融市場の拡大と国内総生産の成長とが、きわめて密接に相関していることを発見している。詳細は省略するが、1人当たり実質GNPと信用量／所得比率との相関を、69カ国の途上国について1950～1988年にわたって見ると、両者の関連は密接で、1人当たりGNPの1%の増大が、金融深化を示す各種指標の1.5%の上昇に、ほぼ照応しているとのことである。金融改革によってもたらされた金融深化が経済発展を促進した事実を証明するものと言ってよい。また同じ分析は、企業の個別データを利用して、非優遇部門に属する小企業などが、金融自由化後、資金調達を拡大していることが検証されている。

もちろん、それに否定的な見解もあって、大平哲氏は「金融関連比率の上昇が経済成長率を増大させることを主張するマッキノン＝ショーの第2の命題は、ラテンアメリカ諸国については観察できなかった」（文献6. 第8章）と結論づけている。

このように見解が岐れるのは、当然のことながら経済を左右する原因は金融だけではないためである。金融抑圧だけが成長の阻害要因だったわけではなく、金融改革だけで経済成長を決定できるはずはない。さきに述べたように、金融抑圧の下で実質金利を低下させた重要な要因はインフレーションであったが、同様に、金融改革が行われてもインフレーションが昂進すれば、その効果は打消されてしまう。金融改革の成功のための前提条件は、何よりもマクロ経済の安定なのである。マクロ経済の安定化政策なしに、金融だけに経済成長を頼ることはできない。



もう一つ、金融改革の成功にとって大切なのは金融システムの安定である。金融システムが不安定で銀行の経営破綻が相次ぐような状況下では、いかに実質金利が高くなっても人々は金融資産を保有しない。途上国では、政府の介入に過度に依存した結果、概して金融機関の経営基盤が脆弱で、それが金融自由化によって助長され、金融機関の倒産や経営困難が続出した。自由化後の銀行貸出が短期化し投機化し、とくに不動産貸出が増加して、不良債権が激増したためである。

したがって、自由化と同時に、金融機関に対する監督の強化や預金保険制度などのセーフティ・ネットを整備し、金融システムの安定に配慮しなければ、金融改革の成功は期し難い。なぜなら自由化と金融システムの安定とは二律背反の関係にあるからである。金融改革によって金利や銀行行動が制度的には自由化されても、それで直ちに市場原理に基づいて金利が形成され、資金運用が行われるとは限らない。市場経済に不可欠なは何よりも競争であって、金融機関が少数の大銀行に集中され、企業グループがこれを支配しているような状況では、自由化は名目的なものに終わってしまうだろう。そのため改革が成果を上げるには、新規設立や外国銀行の参入自由化などによって、市場を競争的に変えなければならないが、競争とは何よりも優勝劣敗を意味するから、弱体金融機関の経営悪化は避けられないことになるのである。

#### 4. 自由化と国際化

##### (1) 対外資本取引の自由化

以上述べた①金利自由化 ②信用割当の撤廃 ③金融機関の競争の促進は、いずれも国内金融の自由化であったが、金融の自由化と言えばもう一つ、④「対外資本取引」の自由化が含まなければならない。対外資本取引の自由化とは、民間の経済主体（企業・個人）が国際金融市場に自由にアクセスするのを認めることである。国内の金融自由化と区別して「国際化」と呼んでもよい。

理論的にいえば、内外資本の自由な交流は、自由貿易と同じく、国民経済にとってプラスになるはずである。しかし、マイナスの効果も少なくなく、多くの途上国政府は国際資本取引を厳しく規制してきた。その最大の理由は「資本流出」を恐れたことにある。

対外資本取引が自由化され内外の資金移動が盛んになると、資金は国内外の金利差と為替レート  
の予想変動率によって動く。すなわち、

$$\text{国内金利} = \text{海外金利} \pm \text{自国通貨の予想変動率}$$

この式を均衡させるように資本が移動する。

そこで国内を金融抑圧の状態に置いたまま国際化が行われると、国内は低金利であるから、左辺<右辺となり、国内の低金利を嫌って資本が海外に流出する。すなわち資本逃避 (capital flight) が発生する。通貨の予想切下げ率が大きければその傾向は一層強まるだろう。為替レートの予想変動

率とは内外の予想インフレ格差によって左右されるから、インフレ体質の強い途上国にとってはとくにその危険が大きい。こうして生じる資本の流出は、①せっかくの国内貯蓄が、国内投資や財政赤字を賄うために利用されず海外に流れることを意味し、②外貨準備の減少にもつながり、かつ③国内の金融抑圧の効果を削減するものであるから、内外資本交流を遮断することが必要だったのである。

では、国内金融の自由化と同時に海外資本取引を自由化すればどうか。自由化の結果、国内金利は上昇するだろう。理論的にいえば、国際資本移動の結果として世界単一の実質金利が形成されるはずであるが、現実には国別の事情があり、途上国は概して資金需要が旺盛であるから、金利は国際金利に比べて割高となる。すなわち左辺>右辺となる。そのため自由な資本取引の結果として、資本が流入する。もっとも内外金利差を上回って自国通貨の切下げ予想が大きければ、やはり資本逃避が起こるだろう。いわば資本取引は双方向的に活発化する。

資本の流入とは、海外貯蓄の利用を意味しており、国内貯蓄が不足気味の途上国にとって基本的にはプラスのはずである。しかし、直接投資はよいとして、銀行借入やポートフォリオ投資による資本流入は、しばしば貯蓄不足額を上回って過剰債務を発生させる。しかも金利変動のリスクが大きく、かつ短期に引上げられる危険性を持つから、たえず債務危機を招く可能性を孕んでいることになる。また資本流入は自国通貨の上昇を招くが、その結果、①もし固定相場制をとっていれば、通貨の上昇を防ぐために通貨当局は自国通貨の売り介入を余儀なくされ、国内通貨量が増大してインフレーションを招く。また②もし変動相場制であるなら、為替レートの上昇は輸出を困難にし、経常収支の悪化と景気の停滞を招く。いずれにせよ極端な資本の流入は国内経済の攪乱要因となって好ましくない。

さらに言えば、国内の金利高のために、企業がコストの安い海外からの借入に依存し、銀行も海外資金を取入れて貸出を行うようになり、そればかりか調達した海外資金を国内に運用して利ザヤを稼ぐ行動が一般化したりすれば、国内貯蓄の動員という経済成長の基本が疎かになる恐れもある。途上国政府が、概して対外資本取引の自由化に消極的であったのも無理からぬところである。

## (2) 自由化の順序

こうして金融自由化の順序(sequence)について、一般的な「定説」が生まれた。すなわち、金融の国際化は国内金融の自由化が終わってから後で行うべきであるという説である。もし両者を同時に、あるいは国際化を先行して行くと、以上のようなマイナスの影響を免れない。国内金融の自由化が完了して、金融システムや国内経済が外的ショックに耐えられるだけの安定性を回復してから後に、対外資本の自由化に踏み切るのが筋だというのである。たとえば韓国の金融自由化スケ



ジュールも、定説に従って対外自由化を最終局面に位置づけている。

しかし、このような定説に拘束されるべきではないという意見も少なくない。対外資本取引を含め一気に自由化を行って失敗に終わり、この定説形成の原因となったチリの場合を考えてみよう。

チリの金融自由化は1974年に始まったが、対外資本取引に関して言えば、76年からノンバンクの民間部門に対して制限がなくなり、さらに80年には銀行の対外借入が自由化された。80年までの実体経済は、成長が高まりインフレ率も低下していたが、一連の金融自由化政策によって、①国内（実質）金利がいちじるしく高騰し、②かつ過剰な対外債務を負うことになった。高金利と過剰債務は借手の返済を困難にする。ために、82年以降、銅価格の低落による交易条件の悪化とメキシコ危機に端を発した新規資本流入の途絶を契機に、チリ経済は深刻なリセッションに突入した。企業の倒産が相次ぎそれが銀行の不良資産の増加を招き、対外債務の返済も不可能になって、経済危機に陥ったのである。これに対し政府は金融機関の再国有化による救済や金利規制の復活などの措置を講ぜざるを得なかった。

危機の背景は何といっても過剰債務の累積をもたらしたことにある。その原因は、基本的にはわが国のバブル時代と同様に、銀行も借主もリスクを過小評価したことにあるが、それを可能にしたのが銀行の対外借入の増大であったことも間違いでない。対外借入の自由化された1980年以降、銀行の対外債務が急増していることによって明らかである。そのため、銀行部門の資本取引の自由化が、過剰債務とそれに続くリセッションの原因だったとする意見が強くなったのも頷けるところである。

しかし一方では、経済危機を招いたのは自由化のタイミングが悪かったからであって、資本取引自由化とは別の、次のような要因が働いた結果だとする反論もある（たとえば文献2. 第12章）。

第1に、国内の実質金利がいちじるしく上昇し、その高金利が持続したこと。国際資本取引が活発化すれば、金利裁定によって内外金利は均等化の方向に向かうはずであるが、実際には海外金利を大きく上回り、貸出金利は実質で40%を超え（1982年Ⅰ四半期 49.4%）、預金金利も同じく38.7%（1982）に達していた。国内金利が割高であれば、国内の借主は対外債務への依存を好み、海外からの資本流入も盛んになって当然である（この金利高騰の背景には、予想インフレ率が高く名目金利を押上げたが、実際のインフレ率がこれを下回ったため、事後的にみれば実質金利が高止まったという事情があるのかもしれない）。

第2に、政府が、インフレ対策として為替レートを利用するという変則的な政策を採ったこと。政府は将来の為替レートの水準を約束し、その切下げ率を小幅に抑えることによって、インフレ・マインドを鎮静化させようとする政策を採用してきたが、1979年7月からは、ドル建ての為替レートを固定することを公表した。そのためドル建て債務の借主は、為替リスクを懸念することなく対外債務を続けることができる。しかも現実のインフレ率の分だけ、ペソはつねに過大評価されるこ

とになったから、先行きペソの実質為替レートが切上がることが確実であれば、人々は外貨を借りておいて、これを通貨価値の下がったペソで返済すれば利得が得られる。それが対外債務の増大をもたらしたという要因を無視することはできない。

第3に、政府が金融機関の健全経営を確保する対策を怠ったこと。自由化によって多くの銀行が新設され、業務を拡大したが、政府は金融システムの特異性を考慮せず、自由放任による市場のメカニズムにこれを委ねたから、金融機関は対外債務に依存して不動産融資などリスクの大きい貸出を拡大した。また銀行債務に対する暗黙の政府保証が、預金者・銀行の双方にモラル・ハザードを発生させたという事情もある。これに対し、政府は監督権限の導入やリスク資産に対する準備金の積立て要求などの手段を取ったが、すでに手遅れであって、金融機関の経営破綻が続出した。チリの銀行の不良資産は、1983年には資本金・準備金の150%以上に達していたと言われる(文献4.)。

このように見てくると、1981～82年のチリにおける経済危機の原因を対外資本取引の自由化のみに求めることは早計かもしれない。事実インドネシアでは、国内の金融自由化(1983年)に先行して、対外取引の自由化が行われていたが、国内自由化は順調に進行した。それどころか、国際化済みであったことが、国内自由化にプラスに働いたという見解もある(文献2. 第9章)。内外資産の均衡がすでに達成されていたから、国内の自由化によって新たな混乱が発生せずに済んだということであろう。

またチリの場合も、上記の経済危機に対処するため、政府は固定レートを放棄して為替レートの切下げを行い(1982年)、83年以降金融機関の国有化などの救済策や自由化政策の逆戻りを余儀なくされたが、事態が落ち着いてから再び自由化を進めて、現在は良好な経済パフォーマンスを維持している。対外資本自由化は、一時的には困難をもたらしたが、長い目で見ればプラスの効果をもったと評価できるのかもしれない。

当該国の実状やその時々々の経済状態を考慮しないで、すべての途上国に共通する一律の定説を設定することは、ミスリーディングの謗りを免れない。

## 5. 若干の疑問と問題点

### (1) 貯蓄先行説への疑問

以上で、途上国の金融抑圧と自由化についてラフなスケッチを行ってきたが、その過程で筆者なりに抱いた疑問を、今後考察を要する残された問題として挙げておきたい。

一つは、マッキノン/ショウ理論やIMF/世銀の自由化論に見られる「貯蓄」についての認識である。

実質金利の上昇が貯蓄の増強に貢献したことが事実とすれば、それまでの金融抑圧下で金利水準

が低く抑えられていたことは、貯蓄を妨げ金融市場の拡大を阻止して、経済成長にマイナスの働きをしていたことになる。いわば成長を促すために採られた低金利政策が、かえって成長を阻害していた。マッキノン／ショウの金融抑圧批判の主要な論点がそこにあることは、すでに見たとおりである。

しかし、そこには金融や銀行の機能に関する無理解があるように思われる。そもそも銀行は、貯蓄と投資を仲立ちする金融仲介機関の一つであるが、同時に新たな信用創造機関であるという「一人二役」を演じている。借手に信用を供与してその投資計画を実現させ、それによって貯蓄が生み出されることを可能にするのが、銀行の役割である。

マッキノン／ショウ理論では、貯蓄がまずあって、それが預金になり、その預金をベースにした貸出によって投資がファイナンスされると考えられているが、R. Studart (文献9.)の言うように、そのような“prior-saving argument (貯蓄先行説)”は、銀行による信用創造が支配的となった現代の金融には当て嵌まらない。銀行は自らの債務である預金によって貸出を行うことができるから、貸出が投資を可能にし、それによって貯蓄が生まれる。とくに発展過程の経済においてはそうである。そこでは、投資をファイナンスするのは「銀行であって、貯蓄者ではない (it is banks, and not savers)」。あるいは同じことだが、投資のファイナンスにとって決定的な役割を果たすのは「銀行信用であって、貯蓄ではない (it is bank credit, and not saving)」。ファイナンスと投資が貯蓄に「先行」するのであって、その逆ではないのである。

したがって、銀行の信用供与が活発に行われて投資が促進されれば、それが経済成長を促して所得を拡大し、貯蓄を増加させる。始めに信用供与があり、その大きさ（アベイラビリティ）を決めるのは、資金需要の強さと銀行の貸出意欲であって、貯蓄や預金量ではない。このように考えれば、低金利のために貯蓄が伸びず、経済成長が阻害されたというのは、物事の一面しか見ない議論のように思われる。

世界銀行が、東アジアにおける高い投資率を説明して、「高い投資率がまず成長を加速し、成長が貯蓄を増加させ、これが高い投資率を持続させるという好循環として相互に作用した」（文献5.）と述べているのは、そうした事情を物語るものと言えよう。

## (2) 日本的低金利政策の評価

もう一つの疑問は、一般的な低金利政策が借り手に及ぼす効果をどう考えるかである。途上国の低金利政策として、これまで問題にされてきたのは、主として特定の優先分野に低金利で信用を与え、したがって非優先分野との間に格差の生じることのデメリットであった。しかし、それと並んで、優先・非優先を問わず全般的に貸出金利、したがって企業の資金コストを低めに抑えて投資や

輸出を促進するという目的もあったはずである。現に、韓国で今も金利自由化に最終的に踏切れない要因は、自由化が高金利をもたらす企業にダメージを与えることを懸念しているからだと言われる。そして、戦後の日本において人為的低金利政策が維持されたのもまさにその理由からであり、それなりの効果を挙げたものと一般に理解されている。

ところが、近年わが国では、マッキノン／ショウ理論に影響されたためか、こうした戦後日本の規制システムを否定する議論が盛んになっているように思われる。それも金融抑圧によって成長が阻害されたというのではなく、金融抑圧にもかかわらず成長が実現したのは、規制が効果を発揮しなかったからだと言うのである。

たとえば、平成6年度の「世界経済白書」（経済企画庁）は、途上国の金融改革を述べた章の「かこみ」のなかで、戦後日本の人為的低金利政策に触れ、堀内昭義（文献15.）の実証分析を引用しながら、日本の高度成長期の金利水準は、拘束預金を考慮に入れば、当時の主要国の金利水準と比べても、また高度成長期以後の日本の金利水準と比べても、低かったとは必ずしも言えず、したがって「人為的低金利政策が日本の高度成長に貢献したというよりも、むしろ金融抑圧の程度が非常に緩やかなものであったために、高度成長が実現したと言えよう」と述べている。

しかし、これは認識不足と言うべきであろう。当時の日本の金利が諸外国と比べて低くなかったのが事実だとしても、それは低金利政策が有効でなかったことを何ら意味しない。市場に任せていればもっと高くなったはずの金利を、そこまで抑えていたのかもしれないからである。

事実、拘束預金を含めた実質金利がかなり高かったにもかかわらず、それでもなおかつ借りたいという資金需要は旺盛で、高度成長期の貸出市場はつねに超過需要の状態にあった。ということは、市場をクリアする金利はもっと高かったことを意味する。だからこそ金利によって資金需給は調整されず、窓口規制という信用割当によって需給をバランスさせなければならなかったのである。需給を調整するのが金利ではなく窓口規制であったという事実こそ、当時「人為的」低金利政策が有効に機能していた何よりの証拠である。

それによって、借入依存度のきわめて高かった当時の日本企業の金利コストが（市場に任せればこうなったであろう水準よりも）低く抑えられ、収益の確保と競争力の増強、したがって投資の促進と経済成長に寄与したことは疑いのないところだと思われる。

もしそうだとすれば、このことは韓国や台湾など途上国の事情と共通するところが多いはずである。日本はもちろん途上国に属さないが、戦後の復興から高度成長にかけての25年間は、金融の規制システムを堅持することによって経済成長を実現しようと努めたことにおいて、途上国の場合と類似しているからである。戦後わが国の規制システム下における金融と経済成長の関係について論じることは、本稿の範囲を超えるが、戦後の高度成長が「人為的低金利政策（＝金融抑圧）によっ

てではなく、同政策にも拘わらず、市場機構によって達成された」というような認識に、俄かに同調することはできない。

## 6. あとがき

市場経済である以上、金融も市場メカニズムに即して運営されるべきことは当然であるが、だからと言って、金融抑圧がつねに途上国の経済発展を阻害したとは限らず、また金融自由化が必ず成功を収めるという保証もない。

たとえば、上述の理由から日本・韓国・台湾の三国がまとめて論じられることがしばしばであるが、ここでは金融抑圧も経済発展に貢献したとする評価が少なくないようである。三国ともインフレーションが比較的マイルドであったため、自由化以前から実質金利はプラスであって、金融深化は着実に進行していた。また世界銀行は、「金融部門での介入、特に低金利政策と……信用割当は、日本、韓国および台湾では高度成長に寄与したといえる」と述べ(文献5. 第7章)、その邦訳書の監訳者は、あとがきで「金融抑圧と政策金融は、日本や韓国においては有効であった」と要約している。韓国・台湾だけに限らない。概して東アジア諸国の場合は、金融抑圧といっても、ラテン・アメリカ諸国とはかなり様相を異にし、その弊害は相対的に少なかったように思われる。

それにもかかわらず、なぜこれらの国々でも金融自由化が必要になったかと言えば、経済の発展段階が変わったからである。そもそも規制や統制に出番があるのは供給不足の経済であって、資金がつねに需要超過であったからこそ、金融への政府の介入は相応の役割を果たすことができた。しかし、経済が一定の発展段階に達し資金が潤沢になってくると、政府介入の存在意義が消滅して、副作用のみが目立つようになる。およそ物事はすべてプラスとマイナスの両面を備えているが、とりわけ市場経済のなかで市場メカニズムを歪める政府の介入にはマイナスの効果が大きい。だからこそ金融抑圧のメリットが消滅するにつれて、自由化が強く要請されるようになったのであって、金融抑圧がつねに初めから悪だったわけではない。

韓国銀行総裁の言うように、「経済開発の初期段階において採用された政府主導の金融運営方式は、……当時としては大変有効適切な方式であった」が、「韓国経済が量的成長より効率性を重視する質的成長を追求しなくてはならない段階に至るようになり、その為には金融経済の各部門に市場原理を定着させるのが何よりも重要」と考えられるようになった(文献17.)。また台湾でも、「投資資金の不足していた50年代～60年代初期にあっては、資金の配分を金利メカニズムではなく選択的信用統制に依存することは大きな弊害をもたらさなかったが、……70年代80年代になって、投資資金も増え、どの産業が比較優位をもっているかを特定するのが難しくなると、こうした政府依存は歪みと批判を生むことになった」(文献8. 第6章)のである。

経済に関する理論や政策の有効性は、その置かれた環境の如何によって規定され、時代とともに変わって当然だと思われる。

(参考文献)

1. McKinnon, R. I. *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, 1973.
2. Caprio, G., Atiyas, I., Hanson, J. A. *Financial Reform: Theory and Experience*, Cambridge University Press, 1994.
3. The World Bank. *Financial Sector Reforms in Asian and Latin American Countries*, 1993.
4. ———. *The World Development Report 1989*. (日本語版『世界開発報告1989、金融部門と開発』1989)
5. ———. *The East Asian Miracle*, Oxford University Press, 1993. (海外経済協力基金訳『東アジアの奇跡』東洋経済新報社、1994)
6. 伊東和久／山田俊一編『経済発展と金融自由化』アジア経済研究所、1993.
7. 伊東和久編『発展途上国の金融改革と国際化』アジア経済研究所、1995.
8. Patrick, H. T., Park, Y. C. *The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan*, Oxford University Press, 1994.
9. Studart, R. *Investment Finance in Economic Development*, Routledge, 1995.
10. 国際金融情報センター編『世界の金融・資本市場』第2、3巻、金融財政事情研究会、1995.
11. 日本銀行「最近におけるアジア諸国の金融制度改革」『調査月報』1990. 2月.
12. ———「東アジアの経済成長と直接投資の役割」『日本銀行月報』1993. 12月.
13. 高阪 章「金融規制緩和と金融的発展」『金融学会報告65』1988. 1月.
14. ———「発展途上国における金融自由化」『金融学会報告66』1988. 7月.
15. 堀内昭義 “The Low Interest Rate Policy and Economic Growth in Postwar Japan”, *The Developing Economies*, Dec. 1984.
16. 経済企画庁『平成6年度年次世界経済報告』1994. 12月.
17. 金 明浩「韓国の金融改革」『金融』1994. 3月.

(1995年9月28日受理)